



Pour tout conseil en placement

☎ 0900/10.507 (0,50EUR/min.)
le vendredi de 9:30 à 12:30

7 août 2015 - n° 32B

44e année

Anvers

P509536

Paraît 2 fois par semaine

l'Initié

DE LA BOURSE

www.initiedelabourse.be

Sommaire

ACTIONS 2-5

Banimmo
Aker
Microsoft
Vale

CHECK-LIST B 6

Hors Europe

FLASH 7

Engie

DÉRIVÉS 8

L'or à la recherche d'un plancher

MARCHÉ EN GRAPHIQUES 9

AB InBev
Bekaert
Proximus
Umicore

OPTIONS 10

LafargeHolcim

QUESTIONS DES LECTEURS 10-11

Velcan;
Silver Wheaton

PORTEFEUILLE 12

GlaxoSmithKline

Index d'actions

AB InBev	9
Aker ASA	3
Banimmo	2
Bekaert	9
Engie	7
GSK	12
LafargeHolcim	10
Microsoft	4
Proximus	9
Silver Wheaton	11
Umicore	9
Vale	5
Velcan	10

La Fed toujours indécise

Nous ne savons toujours pas quand aura lieu le premier relèvement des taux américains que *Ben Bernanke* avait, en 2008, au lendemain de la crise financière, ramené à zéro. Une décision qui entrera dans les annales dans la mesure où le dernier relèvement effectif de taux remonte à juin 2006, il y a près de dix ans déjà. La *Federal Reserve* semble toutefois s'offrir le temps de la réflexion... Sa présidente, *Janet Yellen*, n'a toujours pas annoncé de date officielle. Nous devons jusque-là nous contenter de l'information selon laquelle la Banque centrale est *satisfaite* du redressement du marché de l'immobilier et de l'emploi, mais que des données supplémentaires seront nécessaires avant de procéder au relèvement effectif des taux. C'est aujourd'hui (vendredi) que le rapport de l'emploi relatif au moins de juillet sera présenté. S'il est supérieur aux prévisions, un pas de plus sera franchi vers ledit relèvement en septembre. D'autre part, la croissance de l'économie américaine est ressortie à 2,3% au 2^e trimestre sur la base des premières estimations, ce qui est inférieur au consensus de 2,5% mais constitue en revanche un argument en défaveur du resserrement. Il n'est dès lors pas certain que celui-ci interviendra. Finalement, la Fed a apaisé les marchés financiers américains. Les traders préférèrent penser que les marchés ont été *endormis*, qui qualifient les échanges actuels d'« ennuyeux ». Il est vrai que depuis le début de cette année, les fluctuations de *Wall Street* sont particulièrement faibles, et les marchés obligataires oscillent à l'avenant depuis quelque temps, dans une bande étroite

de 2 à 2,5% pour le taux américain à dix ans. Sur les marchés des devises également, le dollar est plus ou moins revenu au calme ces derniers mois et semaines après une sensible hausse face à l'euro durant les mois qui avaient précédé.

Retardataires européens

Nous continuons de croire que les Bourses américaines ont déjà donné le meilleur d'elles-mêmes. Ce qui ne les empêcherait pas de connaître un sursaut au cours des prochains mois. Paradoxalement, celui-ci pourrait intervenir après ledit relèvement de taux. Les marchés boursiers européens sont mieux orientés. Même si, pour retrouver l'entrain de ce début d'année, les dossiers grec et chinois doivent encore disparaître au second plan. Pour autant, nous anticipons de nouveaux sommets annuels, notamment pour l'indice *Eurostoxx50*. Tant que nous sommes au-delà des 3700 - 3800 points (précédents sommets cette année), la voie est ouverte vers une ascension au-delà des 4000 points. Nous continuons de nous concentrer en priorité sur les actions et secteurs restés en retrait. Ces dernières années, un secteur en particulier a navigué en eaux troubles : les services d'utilité publique. L'absence de croissance (économique) au sein de la zone euro a également contraint les entreprises de ce secteur à s'attaquer à leur problème de dettes. Il s'agit systématiquement de valeurs restées en retrait. Citons, dans le *BEL20*, **Engie** : après des résultats semestriels supérieurs aux prévisions, le titre est, à notre estime, capable d'opérer un mouvement de rat-trapage (lire le *Flash* en page 7). ■

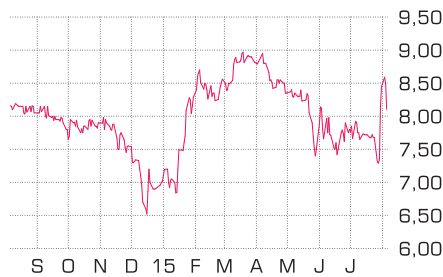
Actions belges

IMMOBILIER Banimmo



Banimmo se positionne comme un acteur capable de construire ou de rénover des actifs immobiliers qui répondent aux exigences et normes les plus strictes des investisseurs institutionnels finaux. Ces projets « *built-to-suit* », réalisés sur mesure pour les locataires, permettent de conclure des baux à plus long terme, ce qui réduit le risque d'inoccupation. Il peut s'agir d'immeubles de bureaux, d'immeubles commerciaux, voire d'hôtels, de maisons de repos... Depuis un temps, Banimmo concentre ses activités sur le repositionnement de biens immobiliers: soit la réhabilitation technique ou commerciale de biens immobiliers sous-valorisés ou obsolètes, pour ensuite les louer à plus long terme ou, *in fine*, réaliser une plus-value à la vente. Banimmo est active en Belgique/Luxembourg (pour trois quarts du portefeuille) et en France (un quart). Le dividende a été supprimé pour les exercices 2013 et 2014, en raison des pertes nettes d'un peu moins de 14 millions EUR (2013) et 9,3 millions EUR (l'an dernier). Le résultat opérationnel récurrent s'est écrit à nouveau à l'encre noire (REBIT 2013: 2,56 millions EUR et 2014: 1,49 million). La double perte nette est imputable à des dépréciations de

BANIMMO A



Cours: 8,10 EUR
Ticker: BANI Bruxelles
Code ISIN: BE0003870871



valeur sur *Urbanove* (autrefois *CityMall*), un projet acquis à l'époque pour 19,6 millions EUR. Cette participation a été totalement amortie en 2 fois et son partenaire *L'Immobilière Huon* a été racheté début novembre de l'an dernier. La société de gestion a été rebaptisée *Urbanove Shopping Development*, dans laquelle Banimmo détient une participation majoritaire (54,4%). Cela dit, celle-ci est encore associée à une charge de dette de 35 millions EUR. *Urbanove* comprend un terrain à développer à Charleroi, et deux centres commerciaux, l'un à Namur (22.500 m²) et l'autre à Verviers (29.700 m²). La vente de ces deux centres commerciaux devrait permettre d'éponger la dette. La « remise à zéro » de *CityMall* a naturellement affecté la valeur intrinsèque du groupe ces dernières années. La valeur intrinsèque nette s'est ainsi contractée de

15,08 EUR par action fin 2012 à 10,66 EUR par action fin 2014 et 10,08 EUR au 30/6. Le 1^{er} semestre a offert une image mitigée. La meilleure nouvelle est tombée fin avril : la société *Tetris Offices*, développée dans le *Tetris Business Park Ghent* et louée à *Deloitte*, a été vendue pour 22,6 millions EUR. En conséquence, le résultat opérationnel (EBIT) s'est hissé de 2,5 à 3,9 millions EUR. Pour renforcer sa structure bilantaire, le groupe a levé 44 millions EUR de capitaux par une émission obligataire sur 5 ans auprès des institutionnels. Les activités commerciales et locatives peuvent encore s'améliorer, mais le tableau n'est pas sombre pour autant. Un des projets les plus intéressants est la construction de nouveaux bureaux pour *BNP Paribas Fortis* à Charleroi (8000 m²), qui doit être terminée pour la fin de cette année. ■

Conclusion

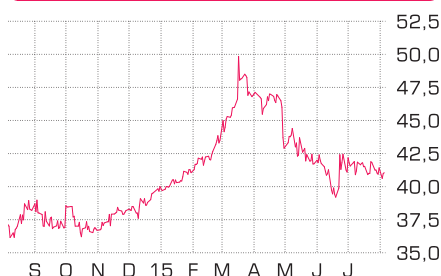
Alors que la plupart des sociétés immobilières s'échangent moyennant une prime, Banimmo affiche une décote de 16% malgré la récente hausse de cours. Le désastre Urbanove est peu à peu digéré. Un redressement de cours vers le niveau de sa valeur intrinsèque est progressivement possible, à plus forte raison si les résultats opérationnels s'améliorent. L'action demeure en Sélection.

Conseil: digne d'achat

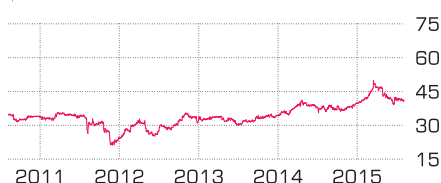
Risque: moyen

Rating: 1B

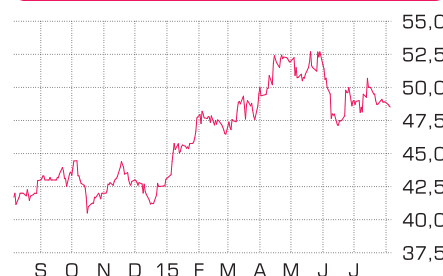
ATENOR GROUP



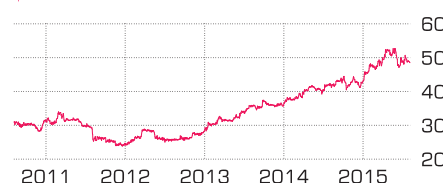
Cours: 41,04 EUR
Ticker: ATEB Bruxelles
Code ISIN: BE0003837540



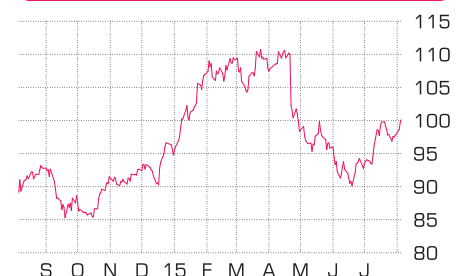
IMMOBEL



Cours: 48,52 EUR
Ticker: IMMO Bruxelles
Code ISIN: BE0003599108



COFINIMMO



Cours: 100,10 EUR
Ticker: COFB Bruxelles
Code ISIN: BE0003593044



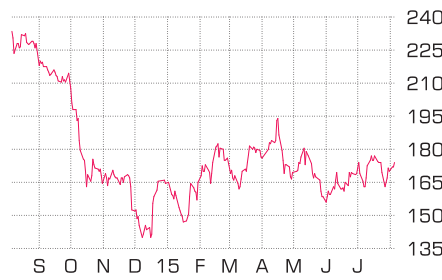
Actions européennes

ÉNERGIE Aker ASA



Malgré les conditions difficiles qui prévalent dans l'industrie du pétrole et du gaz, la valeur nette d'inventaire (VNI) du holding norvégien a gagné 12,2% à 21 milliards NOK au 2^e trimestre, soit 282 NOK par action. La VNI est cependant retombée à 269 NOK par action entretemps. Les moteurs de cette croissance ont été une fois de plus les participations industrielles dans *Det Norske* (+1,1 milliard NOK) et *Ocean Yield* (+1,1 milliard NOK). La valeur totale des participations industrielles s'élevait à 20,4 milliards NOK fin juin. L'acquisition des activités pétrolières norvégiennes de *Marathon Oil Corp* l'an dernier a transformé l'entreprise d'exploration qu'était *Det Norske* – participation de 50% ; 27,5% des participations industrielles – en un producteur de pétrole à part entière, avec une production moyenne de 58.000 barils par jour au 2^e trimestre. En outre, *Det Norske* possède une participation de 11,6% dans *Sverdrup*, la plus grande découverte de pétrole dans les eaux norvégiennes depuis 1974 (début de la production prévu en 2019). *Ocean Yield* – participation de 73% ; 29,5% des participations industrielles – est une entreprise maritime en forte croissance, active dans le transport de produits industriels et en support de l'industrie pétro-

AKER ASA GROUP



♦ **Cours:** 174,00 NOK
 ♦ **Ticker:** AKER Oslo
 ♦ **Code ISIN:** NO0010234552



lière et gazière. Elle travaille majoritairement avec des contrats de location à long terme, d'une durée moyenne de 10,3 ans fin juin. La valeur des autres participations industrielles est restée à peu près stable : *Aker Solutions* (services à l'industrie pétrolière et gazière, participation de 34,8%, 20,6% des participations industrielles), *Havfisk* (pêche; participation de 73,2%, 7,4%), *Aker BioMarine* (pêche au krill; participation de 99%, 6,9%), *Akastor* (fruit de la scission d'*Aker Solutions* l'an dernier; participation de 34,5%, 6,4%) et *Kvaerner* (services pour l'industrie pétrolière et gazière; participation de 28,7%, 2%). Le 30 juin, les participations financières s'élevaient à 7,7 milliards NOK (+0,4 milliard NOK par rapport à fin mars), soit 29% de la valeur brute d'inventaire totale de 28,6 milliards NOK (VNI hors dette). Pour la première fois depuis 2009, Aker

ASA a abaissé son dividende brut par action de 13 NOK en 2014 à 10 NOK, une conséquence logique d'une politique de dividende qui prévoit un dividende annuel compris entre 2% et 4% de la VNI (4,1% en 2015, contre 3,9% en 2014). Une première pour Aker ASA : 84% des actionnaires ont exploité la possibilité de faire verser 50% du dividende sous la forme d'actions nouvelles, moyennant une décote de 10%. Le flamboyant actionnaire majoritaire *Kjell Inge Roekke* a entièrement souscrit à cette option et a ainsi porté sa participation de 67,8% à 68,2%. Avec les économies de 325 millions NOK réalisées sur les dividendes, Aker ASA conserve la flexibilité financière nécessaire pour réagir aux opportunités que recèle la crise actuelle. Un autre facteur à même de soutenir le futur dividende est l'augmentation rapide des dividendes des participations sous-jacentes ces dernières années. Pour 2015, on table sur 0,9 milliard NOK. ■

Conclusion

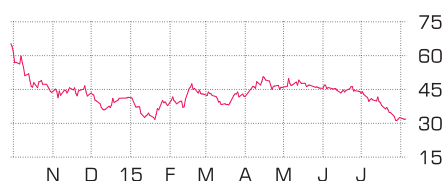
Aker ASA s'échange à 1,1 fois la valeur comptable et la décote sur la valeur nette d'inventaire a à nouveau augmenté de 5% depuis début 2015, à un niveau très attrayant de 37%. Nous considérons toujours un investissement dans le holding norvégien diversifié comme une excellente manière de miser sur un redressement du cours du pétrole à plus long terme. L'action reste en Sélection.

.....
Conseil: digne d'achat
Risque: faible
Rating: 1A

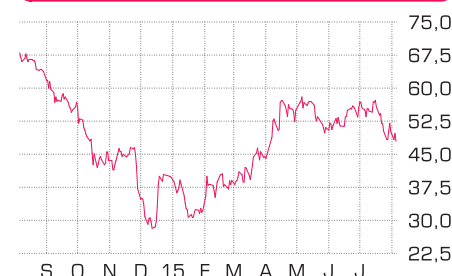
AKER SOLUTIONS



♦ **Cours:** 31,90 NOK
 ♦ **Ticker:** AKSO Oslo
 ♦ **Code ISIN:** NO0010716582



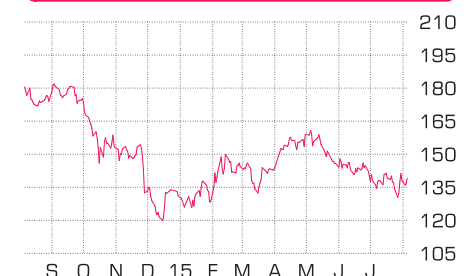
DET NORSKE OLJESELSKAP



♦ **Cours:** 47,95 NOK
 ♦ **Ticker:** DETNOR Oslo
 ♦ **Code ISIN:** NO0010345853



STATOIL



♦ **Cours:** 139,10 NOK
 ♦ **Ticker:** STL Oslo
 ♦ **Code ISIN:** NO0010096985



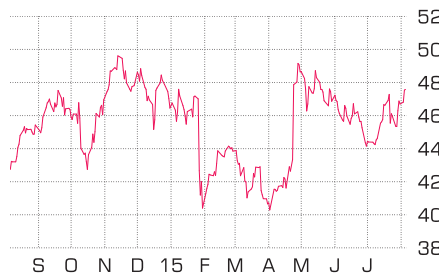
Actions hors Europe

TECHNOLOGIE Microsoft



De nombreux investisseurs ont sans doute été surpris de voir Microsoft essayer une perte record de 3,2 milliards de dollars (USD) le mois dernier. La direction avait pourtant annoncé des dépréciations massives sur les activités mobiles. Celles-ci ont finalement atteint 8,4 milliards USD : une dépréciation de 7,5 milliards USD sur le prix d'achat, complétée par une charge de 900 millions USD liée à près de 8000 licenciements. En avril 2014, sous l'égide de son ancien directeur (CEO) *Steve Ballmer*, Microsoft avait racheté la division Téléphonie mobile de Nokia pour 9,5 milliards USD. Une erreur payée au prix fort, car le département Smartphone est toujours resté déficitaire. Son successeur, *Satya Nadella*, s'est rapidement attaqué à ce problème en actant une forte dépréciation. Celle-ci n'aura aucun impact sur les cash-flows, mais uniquement sur la valeur comptable. La perte nette de 3,2 milliards USD contrastait avec le bénéfice de 4,61 milliards USD enregistré sur la même période il y a un an. L'ensemble de l'exercice s'est clôturé sur un bénéfice net de 12,19 milliards USD, contre 22,07 milliards USD l'an dernier. Hors éléments exceptionnels, le bénéfice était légèrement supérieur aux attentes. Tout comme la plupart des autres multinationales américaines,

MICROSOFT CORPORATION



▸ **Cours:** 47,58 USD
▸ **Ticker:** MSFT NASDAQ
▸ **Code ISIN:** US5949181045



Microsoft souffre de l'appréciation de l'USD. La baisse du chiffre d'affaires (CA) de 5%, à 22,18 milliards USD, est imputable pour près des deux tiers à des effets de change. Sur base annuelle, le groupe enregistre cependant un gain de près de 8%, à 93,58 milliards USD. Sur le plan opérationnel, le bilan est mitigé. Le bureau de recherche Gartner avait déjà calculé un recul des ventes globales de PC de 9,5% entre avril et juin. Cette mauvaise nouvelle trouve écho dans les résultats de *Windows* et *Office*. En revanche, les activités *Cloud* sont restées très performantes. C'était, de manière plus étonnante, également le cas pour la console de jeux *Xbox* (+27%) et la tablette *Surface* (+117%). *Windows* est également en recul sur le marché commercial. Microsoft espère que l'arrivée de *Windows 10*, proposé gratuitement, permettra de renverser la tendance. Le groupe s'attaque au

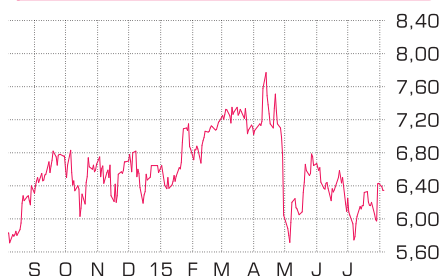
recul des ventes en proposant des produits sous une formule d'abonnement (*cloud*) au lieu de licences logicielles classiques, le modèle privilégié jusqu'ici. La formule séduit, mais a cependant des conséquences sur la manière dont les ventes sont reprises dans le CA. Comme de nombreux clients doivent encore adhérer à la nouvelle formule, les comparaisons sur base annuelle ne sont pas toujours simples. En raison du succès d'*Office 365* et de la ligne de produits *Azure* pour les centres de données, le CA provenant des services *cloud* a progressé de 80% en rythme annuel. En termes annualisés, cela donne un CA de 8 milliards USD. Il doit atteindre 20 milliards USD à l'horizon 2018. A la fin de l'exercice passé (30 juin), Microsoft affichait une position nette de liquidités de 61,23 milliards USD. Cela correspond à 7,57 USD par action. Les prévisions moyennes des analystes pour l'exercice en cours font état d'une baisse du CA de 1 à 2%. ■

Conclusion

Avec cette perte nette élevée, Microsoft solde l'héritage de l'aventure mobile avec Nokia. Le principal défi reste la réduction de la dépendance au marché du PC. A 17,5 fois le bénéfice attendu pour l'exercice qui vient de commencer (15 fois si l'on tient compte de la position de liquidités), nous trouvons toujours l'action trop chère vu la faible croissance.

Conseil: vendre
Risque: faible
Rating: 3A

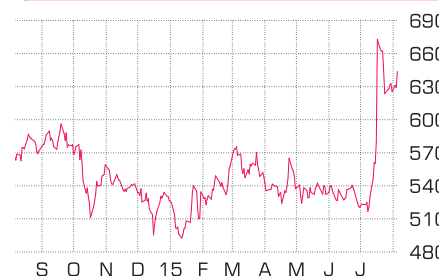
NOKIA CORPORATION



▸ **Cours:** 6,34 EUR
▸ **Ticker:** Helsinki
▸ **Code ISIN:** FI0009000681



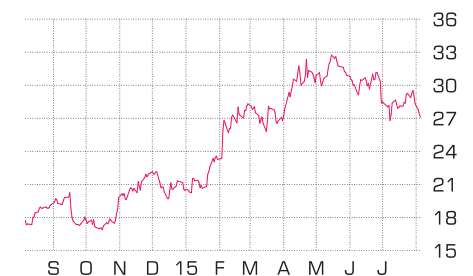
GOOGLE



▸ **Cours:** 643,78 USD
▸ **Ticker:** GOOG NASDAQ
▸ **Code ISIN:** US38259P7069



SONY CORP.-ADR



▸ **Cours:** 27,11 USD
▸ **Ticker:** SNE NYSE
▸ **Code ISIN:** US8356993076



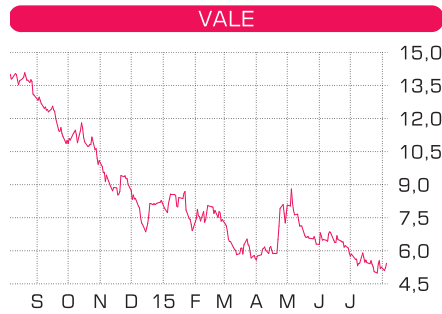
Actions hors Europe

MATIÈRES PREMIÈRES

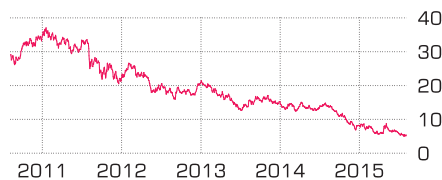
Vale



Les producteurs de minerai de fer comptent parmi les principales victimes d'une industrie des matières premières en grande difficulté. Le minerai de fer s'échange à des cours plancher sur plusieurs années, conséquence d'une suroffre physique et d'une forte baisse de la demande. Parmi les producteurs, la lutte fait rage pour la moindre part de marché. Le prix d'une tonne de minerai d'une teneur en fer de 62% (la valeur de référence) s'est montré très volatil ces dernières semaines, fluctuant entre 45 et 60 USD la tonne. Cela correspond à environ la moitié du cours moyen de l'an dernier. Pour le 2^e semestre, les analystes tablent sur un cours moyen proche de 50 USD la tonne. Goldman Sachs n'envisage une amélioration qu'à partir du 2^e semestre 2016. Cette année sera marquée par l'arrivée de 110 millions de tonnes de capacités de production nouvelles. Elles seront en partie compensées par la fermeture de mines qui ne sont plus rentables au cours actuel. Le principal débouché pour le minerai de fer est bien entendu la Chine. Vale, premier producteur mondial en volume, est pénalisé par son éloignement de la Chine, ce qui accroît les frais de transport par rapport aux autres géants du secteur, comme *Rio Tinto* et *BHP Billiton* qui produisent



Cours: 5,43 USD
Ticker: VALE NYSE
Code ISIN: US91912E1055



en Australie. En revanche, Vale bénéficie de minerais de meilleure qualité et de coûts de production plus bas, hors transport. Les résultats du 2^e trimestre écoulé ont cependant dépassé les attentes. Le bénéfice net de 1,68 milliard USD représente un gain de 17% sur base annuelle, et était environ quatre fois plus élevé que les prévisions des analystes. Ce bénéfice était plus que bienvenu après trois trimestres consécutifs conclus sur une perte. A 2,21 milliards USD, les cash-flows opérationnels (EBITDA) étaient certes en baisse de 46% par rapport à l'an dernier, mais restaient supérieurs aux prévisions. Vale a produit 85,3 millions de tonnes, un record pour un 2^e trimestre. Le volume de ventes est resté scotché à 67,2 millions de tonnes, en hausse de 5,5% par rapport à l'an dernier. Le prix de vente moyen perçu s'élevait à 50,62 USD la tonne, en nette

baisse par rapport à l'an dernier (84,6 USD), mais en hausse par rapport au 1^{er} trimestre (46 USD). En raison de la baisse du cours du minerai de fer, le chiffre d'affaires (CA) du groupe a reculé de près de 30% sur base annuelle à 7,1 milliards USD, mais a gagné 11% par rapport au 1^{er} trimestre. Le minerai de fer représentait 65,3% du CA, suivi par les métaux de base (nickel et cuivre, 23,3%) et les engrais (8,7%). Heureusement, le coût de production décaissé d'une tonne de minerai de fer a reculé de 18,3 USD à 15,8 USD. Frais de transport inclus, il atteint environ 40 USD. Au terme du 1^{er} semestre, Vale traînait une dette nette de 26,5 milliards USD, soit 3,3 fois l'EBITDA. Le groupe devra rembourser un peu plus de 2 milliards USD au cours des deux prochaines années. De nouvelles économies sur les coûts et la vente d'actifs doivent alléger le poids de l'endettement. Concernant le dividende, une décision ne sera prise qu'au 2^e semestre en fonction de l'évolution attendue des cash-flows libres. ■

Conclusion

Vale prouve qu'il peut rester bénéficiaire dans un environnement de forte baisse des cours du minerai de fer grâce à un contrôle strict des coûts. De plus, de nouvelles mines doivent encore réduire le coût de production. Nous estimons qu'à 0,6 fois la valeur comptable, les mauvaises nouvelles sont déjà intégrées dans le cours.

Conseil: digne d'achat

Risque: moyen

Rating: 1B

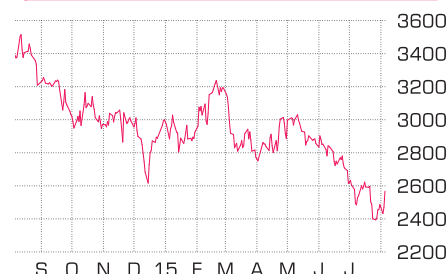
BHP BILLITON



Cours: 1.200,50 PNC
Ticker: BLT Londres
Code ISIN: GB0000566504



RIO TINTO PLC



Cours: 2.567,50 PNC
Ticker: RIO Londres
Code ISIN: GB0007188757



GLENCORE



Cours: 2,98 EUR
Ticker: 8GC Xetra
Code ISIN: JE00B4T3BW64



Check-list Monde

Cours Marché H12m B12m P/e15 P/e16 Rend. Rating Conseil

Cours de clôture du vendredi (A) ou mercredi (B) précédant la parution

AMS : Amsterdam
BRU : Bruxelles
FRA : Francfort
HEL : Helsinki
LON : Londres
LUX : Luxembourg
MAD : Madrid
MIL : Milan

NASD : Nasdaq
NYSE : New York
PAR : Paris
STO : Stockholm
TOK : Tokyo
TOR : Toronto
ZUR : Zürich

cours plus haut et plus bas des 12 derniers mois

rapport cours/bénéfice (estimé) sur la base des bénéfices par action

rendement sur la base du dernier bénéfice distribué

1 : acheter
2 : accumuler
3 : conserver
4 : réduire
5 : vendre
A : risque faible
B : risque moyen
C : risque élevé
D : très élevé

* nouveau conseil

	Cours	Dev.	Marché	H12m	L12m	P/e15	P/e16	Rend.	Rating	Conseil
Adobe Systems Inc	83,38	USD	NASD	84,36	58,51	40,3	25,7	0,0	3B	Vendre
Agnico Eagle Mines Ltd	21,10	USD	NYSE	40,40	21,07	38,4	27,4	1,4	1C	Digne d'achat
Alcoa	9,76	USD	NYSE	17,75	9,58	11,8	9,9	1,1	2B	Conserver/attendre
Anfield Nickel	0,70	CAD	TOR	1,10	0,70	-	-	0,0	2C	Conserver/attendre
Apple Inc	115,40	USD	NASD	134,54	93,28	12,7	11,9	1,7	2A	Conserver/attendre
Archer Daniels Midland	48,22	USD	NYSE	53,91	41,63	14,9	13,6	2,3	3B	Vendre
Australian Agricultural Co	1,39	AUD	ASE	1,69	1,20	-	-	0,0	1C	Digne d'achat
Barrick Gold	6,54	USD	NYSE	19,36	6,62	11,9	7,6	2,6	1C	Digne d'achat
Berkshire Hathaway	143,50	USD	NYSE	155,36	127,36	18,4	17,3	0,0	2A	Conserver
Blackberry	10,02	CAD	TOR	15,10	9,30	-32,3	-43,6	0,0	2C	Conserver à titre spéculatif
Boeing	144,95	USD	NYSE	158,83	116,32	18,1	15,6	2,5	3B	Vendre
Cameco	13,92	USD	NYSE	20,83	12,88	13,4	11,0	2,2	1C	Digne d'achat
Caterpillar	76,00	EUR	PAR	84,45	68,89	15,4	16,6	3,9	2B	Conserver/attendre
CF Industries	61,62	USD	NYSE	70,32	47,89	14,0	12,0	2,0	2B	Conserver/attendre
Cisco Systems Inc	28,27	USD	NASD	30,31	22,49	13,0	12,4	3,1	2B	Conserver
Coca Cola	42,12	USD	NYSE	45,00	39,10	21,0	19,9	3,2	1A	Digne d'achat
Coeur Mining	2,97	USD	NYSE	8,58	3,13	-3,4	-5,7	0,0	1C	Digne d'achat
Cosan	4,40	USD	NYSE	14,79	4,27	8,6	6,0	2,4	1B	Digne d'achat
Cresud	11,09	USD	NASD	15,17	9,07	-11,6	-23,1	0,0	2C	Conserver/attendre
Deere & Company	95,52	USD	NYSE	98,23	78,88	16,8	18,1	2,6	2A	Conserver/attendre
Disney (Walt)	110,53	USD	NYSE	122,08	78,54	21,9	19,4	1,1	3B	Vendre
Dupont De Nemours	50,66	EUR	PAR	76,00	48,22	15,5	14,2	2,7	2B	Conserver
Ebay Inc	28,56	USD	NASD	29,35	19,50	16,3	14,7	0,0	2C	Conserver
Eli Lilly	84,73	USD	NYSE	90,18	60,14	26,0	23,7	2,4	2A	Conserver/attendre
Encana	6,78	USD	NYSE	23,41	7,25	-52,2	19,9	3,7	2B	Conserver/attendre
Exxon Mobil	77,17	USD	NYSE	100,31	76,93	17,4	14,7	3,5	1A	Digne d'achat
Facebook Inc	95,18	USD	NASD	99,24	70,32	46,0	34,7	0,0	3C	Vendre
Fedex Corporation	171,29	USD	NYSE	185,19	145,08	15,8	13,7	0,6	3B	Vendre
First Quantum Minerals	9,49	CAD	TOR	25,65	9,39	19,8	6,9	0,7	1B	Digne d'achat
First Solar Inc	49,01	USD	NASD	73,78	39,18	24,1	15,5	0,0	2C	Conserver/attendre
Ford	14,80	USD	NYSE	17,87	13,26	8,9	7,7	4,0	3B	Vendre
Franco-Nevada	51,97	CAD	TOR	74,10	49,96	62,6	54,7	2,0	1B	Digne d'achat
Freeport-McMoRan	10,93	USD	NYSE	37,53	10,93	21,0	6,1	1,7	1B	Digne d'achat
Gabriel Resources	0,40	CAD	TOR	1,15	0,25	-19,8	-19,8	0,0	2C	Conserver à titre spéculatif
General Electric	26,10	USD	NYSE	28,68	23,41	20,1	16,9	3,5	2B	Conserver/attendre
General Motors Company	31,60	USD	NYSE	38,99	28,82	7,0	6,2	4,5	3B	Vendre
Gold Fields	2,42	USD	NYSE	6,01	2,48	22,0	11,5	1,1	1C	Digne d'achat
Google	633,36	USD	NASD	678,64	487,56	22,0	18,8	0,0	3B	Vendre
Hewlett Packard	30,30	USD	NYSE	41,10	29,52	8,3	8,0	2,1	3B	Vendre
Imgold	1,72	CAD	TOR	4,48	1,50	-5,7	-6,9	0,0	1C	Digne d'achat
IBM	157,90	USD	NYSE	195,00	149,52	10,0	9,8	3,2	1B	Digne d'achat
ICBC	13,76	USD	OTC	18,10	12,05	5,4	5,2	4,8	2B	Conserver/attendre
Intel	29,12	USD	NASD	37,90	27,62	13,5	12,6	3,3	2B	Conserver/attendre
Itau Unibanco Holding	8,31	USD	NYSE	18,49	8,25	7,0	6,4	2,9	1B	Digne d'achat
Kinross Gold Corporation	1,69	USD	NYSE	4,16	1,60	-56,3	169,0	0,0	1C	Digne d'achat
Kivalliq Energy	0,10	CAD	TOR	0,23	0,09	-9,5	-9,5	0,0	1C	Digne d'achat
Market Vectors - Gold Miners Etf	13,09	USD	ARCX	27,63	13,17	-	-	0,6	1B	Digne d'achat
MasterCard	98,27	USD	NYSE	98,82	69,64	29,0	24,2	0,7	2B	Conserver/attendre
Mc Donald's	99,80	USD	NYSE	101,10	87,62	21,1	19,3	3,5	2A	Conserver/attendre
Merck & Co	53,50	EUR	PAR	56,34	39,00	15,3	14,0	3,1	2B	Conserver/attendre
Microsoft Corporation	47,58	USD	NASD	50,05	40,12	17,5	15,6	2,6	3A	Vendre
Monsanto Company	102,76	USD	NYSE	126,00	99,98	17,7	15,8	1,8	2B	Conserver/attendre
Mosaic Company	44,58	USD	NYSE	53,83	40,32	13,6	12,4	2,6	1B	Digne d'achat
Motorola Solutions Inc	64,04	USD	NYSE	70,26	56,40	19,7	16,5	2,4	1C	Digne d'achat
Newmont Mining	16,35	USD	NYSE	27,90	16,22	13,6	14,7	0,6	1B	Digne d'achat
Nike	116,75	USD	NYSE	116,00	75,90	28,1	24,7	1,0	2B	Conserver
Novo Nordisk	59,86	USD	NYSE	60,34	41,72	31,2	25,9	0,9	2A	Conserver/attendre
Peabody Energy	1,10	USD	NYSE	16,71	0,99	-0,5	-0,9	0,8	1C	Digne d'achat
Pepsico Inc	99,19	USD	NYSE	100,76	88,43	21,8	20,2	2,9	2A	Conserver/attendre
Petrobras	6,32	USD	NYSE	20,94	4,90	6,7	5,9	0,0	2C	Conserver/attendre
Pfizer	35,82	USD	NYSE	36,46	27,51	17,3	15,5	3,1	2A	Conserver/attendre
Potash Corp.	27,29	USD	NYSE	37,60	26,63	11,6	10,3	5,2	1B	Digne d'achat
Procter&Gamble	75,77	USD	NYSE	93,89	75,75	19,0	17,3	3,4	2A	Conserver/attendre
Proshares Short Qqq	53,57	USD	ARCX	68,68	52,61	-	-	0,0	2B	Conserver/attendre
Proshares Short S&p500	20,86	USD	ARCX	24,86	20,58	-	-	0,0	2B	Conserver/attendre
Qualcomm	63,88	USD	NASD	78,53	60,83	13,8	13,6	3,0	2B	Conserver/attendre
Sandstorm Gold	3,05	CAD	TOR	7,40	2,80	-305,0	152,5	0,0	1C	Digne d'achat
Schlumberger	82,50	USD	NYSE	112,00	75,60	23,3	21,5	2,3	2A	Conserver/attendre



	Cours	Dev.	Marché	H12m	L12m	P/e15	P/e16	Rend.	Rating	Conseil
Silver Standard Resources Inc	7,03	CAD	TOR	11,05	4,47	27,0	30,6	0,0	1C	Digne d'achat spéculatif
Silver Wheaton	12,26	USD	NYSE	27,47	12,07	15,3	12,0	1,4	2B	*Conserver/attendre
Sociedad Quimica y Minera	13,83	USD	NYSE	28,97	12,65	10,7	9,1	6,9	2B	Conserver/attendre
Spdr Gold Trust	103,93	USD	ARCX	126,81	103,43	-	-	0,0	2B	Conserver/attendre
Tesla Motors Inc	260,40	USD	NASD	291,42	181,40-3.255,0	-	78,9	0,0	3C	Vendre
Thompson Creek Metals Company	0,55	USD	NYSE	3,09	0,53	-6,1	4,6	0,0	1C	Digne d'achat spéculatif
Transocean Inc	12,34	USD	NYSE	39,69	12,10	5,3	-39,8	4,3	1B	Digne d'achat
Turkish Investment Fund	9,13	USD	NYSE	12,14	8,93	-	-	2,1	1C	Digne d'achat
Twitter	28,48	USD	NYSE	55,99	28,69	86,3	46,7	0,0	2C	Conserver/attendre
Uranium Participation	5,04	CAD	TOR	5,76	4,82	-56,0	5,4	0,0	1B	Digne d'achat
Vale	5,43	USD	NYSE	14,17	4,91	-17,5	24,7	3,5	1B	Digne d'achat
Vasco Data	19,61	USD	NASD	35,00	13,86	17,7	16,9	0,0	2B	Conserver/attendre
Vertex Pharmaceuticals	141,22	USD	NASD	141,84	84,41	-66,3	41,8	0,0	1B	Digne d'achat
Wal-Mart Stores	73,51	USD	NYSE	90,97	70,36	15,4	14,6	2,7	2B	Conserver/attendre
Wilmar International	22,60	USD	OTC	26,14	22,61	-	-	2,1	1B	Digne d'achat
Yahoo	37,25	USD	NASD	52,62	35,15	54,8	52,5	0,0	3B	Vendre
Yingli Green	0,78	USD	NYSE	4,03	0,72	-1,2	-6,0	0,0	3C	Vendre
Yum! Brands	89,04	USD	NYSE	95,90	65,81	25,3	21,8	1,9	2A	Conserver/attendre

Flash

ENGIE

Bonus nucléaire

Avec une baisse du cash-flow opérationnel (EBITDA) de 5%, Engie (le nouveau nom de GDF Suez) a résisté un peu mieux que prévu aux conditions de marché difficiles qui ont marqué la première moitié de l'année. En plus de la nouvelle baisse des prix de l'électricité en Europe et des problèmes liés aux centrales nucléaires belges, Engie a été confrontée à une forte baisse des cours du pétrole et du gaz. Ces contrecoups ont coûté au groupe la bagatelle de 750 millions EUR, soit 8% de l'EBITDA. Heureusement, l'entreprise a pu bénéficier de plusieurs éléments favorables. Les effets de change ont gonflé l'EBITDA de 300 millions EUR, alors qu'une météo hivernale favorable en France a soutenu les ventes de gaz naturel et rapporté quelque 240 millions supplémentaires. Dans des conditions météorologiques normales, l'EBITDA aurait même baissé de 12%. Le bénéfice net récurrent (REBIT) a chuté de 13% (-22% dans des conditions météorologiques normales), en raison d'une hausse des charges d'amortissement. Le bénéfice net a même chuté de 56%, mais ce recul est principalement dû à plusieurs dépréciations comptables sur des actifs dans la division GNL.

Pourtant, Engie maintient son objectif annuel formulé précédemment d'un EBITDA et d'un REBIT à peu près conformes aux résultats de l'an dernier et ce, dans l'hypothèse de conditions météorologiques normales. L'entreprise est donc convaincue que le 2^e semestre

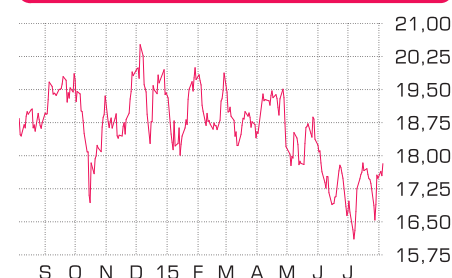
sera meilleur. Le pire semble révolu, et une (légère) croissance du bénéfice est à nouveau possible à partir de 2016. Beaucoup dépendra naturellement de l'évolution du marché européen de l'énergie et des prix du pétrole et du gaz naturel. Jusqu'il y a peu, le marché du GNL était encore un des moteurs de la croissance d'Engie, et à terme, il devrait grossir de 3% par an sous l'impulsion d'une demande croissante dans les pays émergents. Il ne faut cependant pas attendre d'amélioration spectaculaire sur les deux fronts dans l'immédiat, parce que les marchés européens de l'électricité comme les marchés du pétrole et du gaz sont encore en suroffre. Les activités régulées et moins cycliques d'Engie constituent en attendant un plancher pour les résultats. La semaine dernière, Engie a déjà pu annoncer de bonnes nouvelles sur le marché belge. Un accord a été trouvé avec le gouvernement sur la prolongation des centrales Doel 1 et 2 pendant 10 ans, avec en outre une forte révision à la baisse de la taxe nucléaire. L'an dernier, la filiale Electrabel avait encore payé une taxe nucléaire de 407 millions EUR, un montant, qui, selon Electrabel, était supérieur au bénéfice opérationnel de 380 millions EUR. Electrabel paiera un montant forfaitaire de 200 millions EUR cette année et de 130 millions EUR l'an prochain. A partir de 2017, le gouvernement touchera 40% de la marge bénéficiaire sur l'énergie nucléaire, estimée par le régulateur entre 400 et 500 millions EUR. Cet accord apporte une légère contribution au bénéfice par action d'Engie, mais il fournit surtout un allié à Electrabel. Comme le gouvernement belge récupère 40% du bénéfice réalisé sur les centrales nucléaires, il a tout intérêt à ce qu'Electrabel soit très rentable et à ce que les

centrales nucléaires tournent à plein régime. En tout cas, Electrabel espère pouvoir redémarrer les centrales de Doel 3 et Tihange 2, à l'arrêt pour cause de fissures, en novembre prochain. L'arrêt de ces deux centrales représente un manque à gagner net de 40 millions EUR pour Engie. ■

Conclusion

Le pire semble révolu pour Engie, mais les investisseurs ne paient toujours que 13 fois le bénéfice de plancher. La valorisation est tout sauf élevée avec un ratio valeur d'entreprise (EV)/EBITDA d'environ 7, alors qu'un rendement de dividende de 26% brut peut être qualifié d'alléchant. Sans gros contrecoup, le bénéfice pourrait même à nouveau augmenter légèrement à partir de l'an prochain. D'où le relèvement de la note pour cette action restée en retrait de la hausse générale.

ENGIE



Cours: 17,82 EUR

Ticker: ENGI Paris

Code ISIN: FRO010208488



Conseil: digne d'achat

Risque: faible

Rating: 1A

L'or à la recherche d'un plancher

Après la nouvelle baisse du cours du mois dernier, de nombreux investisseurs s'interrogent sur l'évolution de l'or. Le métal jaune avait bien commencé l'année en passant la barre des 1300 USD, avant de retomber et d'évoluer pendant quelques mois dans une fourchette de cours assez étroite de 1150 à 1230 USD. Il en sortait à la mi-juillet pour amorcer immédiatement une chute rapide. L'or est en bonne voie de clôturer une troisième année consécutive dans le rouge (en USD du moins). La perte depuis le début de cette année atteint ainsi 8% en USD. L'or affiche également un rendement négatif en livre sterling, en franc suisse, en roupie indienne, en yuan chinois et en yen japonais. A l'inverse, il enregistre un léger gain en EUR, en dollar australien et en dollar canadien. En real brésilien et en rouble russe, deux monnaies qui ont perdu beaucoup de terrain face à l'USD cette année, les gains sont même intéressants.

Nombreuses explications

Il y a suffisamment d'explications à la baisse du cours de l'or. Les analystes évoquent avant tout le malaise général sur les marchés des matières premières et l'effet de l'appréciation de l'USD. En outre, la perspective d'un relèvement des taux aux Etats-Unis, le premier depuis 2006, pèse sur le cours de l'or. La révision à la hausse des réserves d'or chinoises fut également inférieure aux attentes. Outre ces causes fondamentales, il ne faut pas non plus perdre de vue les flux d'investissements. Les sorties de trackers physiques restent importantes et le nombre de positions short sur le Comex, où se négocient les contrats à terme, n'avait jamais été aussi élevé. Entre-temps, le cours de l'or est retombé sous le coût de production total moyen, ce qui signifie que la toute grande majorité des producteurs d'or enregistrent des pertes opérationnelles au niveau du groupe. Il y a plusieurs raisons d'estimer que cette situation ne peut perdurer. L'or physique est nécessaire comme garantie sur le marché des contrats à terme et les stocks physiques sur les Bourses sont d'ores et déjà très bas.

Vaste assortiment

L'assortiment de produits à effet de levier permettant de miser sur un redressement du cours de l'or est très vaste. Les fournisseurs classiques ont tous un large éventail de leviers et de niveaux de barrières désactivantes qui permettra à chaque profil de risque de trouver chaussure à son pied. BNP Paribas Markets propose 30 turbos longs dotés de leviers qui varient entre 1,9 et 28. Chez ING, on trouve plus de 10 sprinters longs assortis de leviers compris entre 2,6 et 21,5. Goldman Sachs Markets (<http://www.gsmarkets.be>), qui a repris le département Produits structurés d'ABN Amro Markets depuis fin mai, propose 15 turbos longs dont les leviers fluctuent entre 1,9 et 29,2. Il faut encore citer les Traders (BNP) et les BEST Sprinters (ING) dont les niveaux de financement correspondent aux barrières désactivantes, raison pour laquelle il ne peut y avoir de valeur résiduelle. Nous nous concentrons ici sur les produits à effet de levier ordinaires. Vu le large assortiment de produits disponibles, les investisseurs ont tout intérêt à s'intéresser aux frais. Un paramètre important dans ce domaine est le spread, c'est-à-dire l'écart entre les cours acheteur et vendeur. Dans ce domaine, BNP Paribas Markets obtient la meilleure note avec un spread de 4 centimes d'euros, contre 5 centimes chez ING et GS Markets.

Nous rappelons aux investisseurs que dans le cas des métaux précieux, la valeur sous-jacente des produits à effet de levier est le prix spot (livraison immédiate) et non le prix des contrats à terme. La principale différence consiste dans le fait que le marché spot est ouvert 24 heures sur 24, alors que ce n'est pas le cas pour le marché des contrats à terme. En d'autres termes, le niveau de la barrière désactivante peut également être atteint en dehors des heures normales de négociations.

Gold turbo long (risque faible)

Code ISIN :	NL0000172435
Devise :	EUR
Niveau de financement :	660,6
Cours de référence :	1086,2
Barrière désactivante :	693
Levier :	2,55
Cours :	39,16/39,2

Les scénarios les plus pessimistes font état d'un recul du cours de l'or vers les 800 USD, un niveau que nous n'avions plus observé sur les tables de cotation depuis fin 2008. Avec ce scénario défensif, nous allons encore un peu plus loin et optons pour une barrière désactivante inférieure au plancher de novembre 2008. L'écart entre la barrière désactivante et le cours actuel de l'or dépasse ainsi 36%. Jusqu'à nouvel ordre, nous ne voyons pas ce scénario très pessimiste se réaliser, mais c'est un choix défensif pour ceux qui n'ambitionnent pas, avec un levier de 2,55, un rendement supérieur à celui des trackers.

Gold turbo long (risque moyen)

Code ISIN :	NL0006521288
Devise :	EUR
Niveau de financement :	973,52
Cours de référence :	1086,2
Barrière désactivante :	890
Levier :	5,12
Cours :	19,68/19,72

Ce turbo long constituera la célèbre « voie moyenne » pour la plupart des investisseurs. L'écart entre le cours actuel de l'or et la barrière désactivante retombe à 18%. D'autre part, le levier est deux fois plus élevé que dans l'exemple défensif.

Gold turbo long (risque élevé)

Code ISIN :	NL0006527400
Devise :	EUR
Niveau de financement :	952,54
Cours de référence :	1086,2
Barrière désactivante :	971
Levier :	8,11
Cours :	12,27/12,31

La barre des 1000 USD est un cap psychologique très important pour l'or, qui n'a plus été atteint depuis plus de six ans. Pourtant, nous estimons qu'un bref recul sous cette barre n'est pas totalement exclu au cours des semaines ou des mois à venir. Il représenterait un plancher dans le sentiment vis-à-vis de l'or, qui est déjà très faible. Comme le niveau de la barrière désactivante est adapté chaque mois (à la hausse dans le cas d'un turbo long), nous intégrons une marge de sécurité et nous optons pour un niveau inférieur à 1000 USD. Dans ce scénario, l'écart entre la barrière désactivante et le cours actuel de l'or n'est que légèrement supérieur à 10%. En revanche, on bénéficie d'un levier de 8,11. ■

Marché en graphiques

ANHEUSER-BUSH INBEV

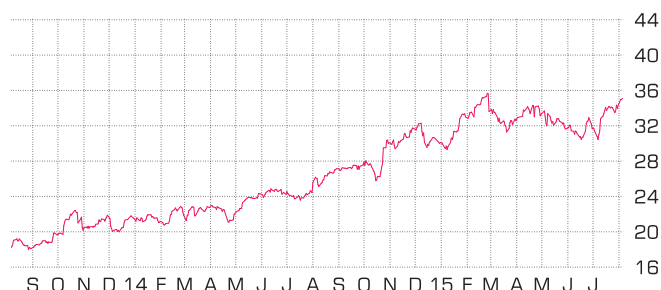


Cours: 111,80 EUR
Ticker: ABI Bruxelles
Code ISIN: BE0003793107

Conseil: conserver/attendre
Risque: faible
Rating: 2A

Les résultats publiés par le premier groupe brassicole au monde au terme du 2^e trimestre 2015 déçoivent : le chiffre d'affaires a reflué de 9%, à 11,1 milliards USD, conséquence du ralentissement de la croissance économique, de la comparaison désavantageuse avec l'année 2014 marquée par la Coupe du monde de football et de la météo peu clémente. Aux USA et en Corée du Sud, AB InBev a perdu des parts de marché. Son bénéfice net a reculé de 2,8 milliards USD à 1,9 milliard USD, ce qui est inférieur aux prévisions des analystes. En réaction aux chiffres, le cours a cédé 5%. Un double sommet s'est formé mais tant que le soutien à 105 EUR se maintient, la tendance restera haussière.

PROXIMUS



Cours: 35,10 EUR
Ticker: PROX Bruxelles
Code ISIN: BE0003810273

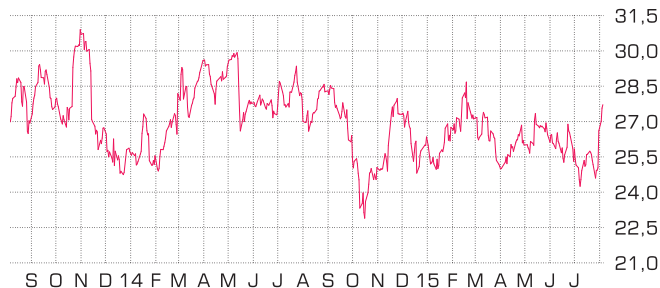
Conseil: conserver/attendre
Risque: faible
Rating: 2A

Au 2^e trimestre, le groupe télécom, a pu relever son chiffre d'affaires (CA) global de 1,5%, à 1,505 milliard EUR. Le cœur de métier a constaté une hausse de 2,4%, pour une progression de 4,3% de l'EBITDA, à 450 millions EUR. Le CA de la téléphonie fixe comme mobile a progressé, de même que la clientèle. En termes nets, le groupe a gagné 145 millions EUR, alors que les analystes tablaient sur seulement 131 millions EUR. Pour l'ensemble de l'année, le groupe relève légèrement les perspectives (hausse de 3 à 5%). La tendance demeure haussière et à 30 EUR se trouve une importante zone de soutien horizontale.

Pour tout conseil en placement

☎ 0900/10.507 (0,50 EUR/min.)
 le vendredi de 9:30 à 12:30

BEKAERT

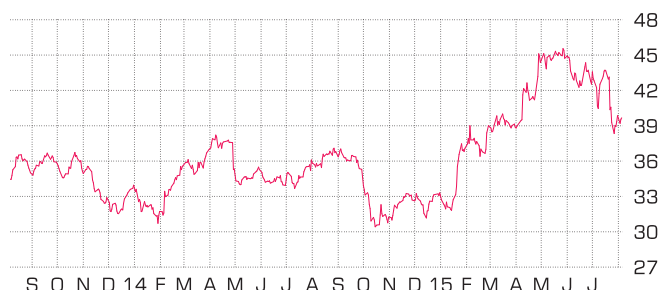


Cours: 27,72 EUR
Ticker: BEKB Bruxelles
Code ISIN: BE0974258874

Conseil: digne d'achat
Risque: moyen
Rating: 1B

Le groupe s'est très bien comporté au 1^{er} semestre et son chiffre d'affaires consolidé a connu une progression de 18%, à 1,9 milliard EUR grâce à des effets de change positifs. Le bénéfice récurrent (REBIT) s'est accru de 12% grâce à une nette amélioration du rendement à partir du 2^e trimestre. En Europe, au Moyen-Orient et en Afrique, le groupe a évolué positivement et la rentabilité a été accrue aussi en Amérique latine. Les marges bénéficiaires en Asie se sont élargies mais n'ont pas encore atteint le niveau souhaité. Bekaert prévoit une forte demande en provenance du secteur auto et de la construction, mais une baisse de la demande du marché gazier et pétrolier. La tendance technique s'améliore clairement.

UMICORE



Cours: 39,68 EUR
Ticker: UMI Bruxelles
Code ISIN: BE0003884047

Conseil: conserver/attendre
Risque: moyen
Rating: 2B

Au 1^{er} semestre, le CA du groupe de matériaux s'est accru de 12%, à 1,3 milliard EUR, alors que le bénéfice opérationnel a progressé de 24%, à 171 millions EUR. Ces deux chiffres ont dépassé les prévisions des analystes. Outre la demande en hausse et les effets de change positifs, le groupe pointe du doigt une plus grande contribution des récents investissements. Pour l'ensemble de l'exercice, Umicore anticipe un bénéfice récurrent (REBIT) dans la fourchette de 310 à 340 millions EUR. Au 1^{er} semestre toujours, les investissements ont totalisé 100 millions EUR. Le soutien à 38 EUR a tenu bon. A 40 EUR s'annonce une première résistance importante.

Combinaisons à la hausse sur LafargeHolcim

La fusion entre le groupe français Lafarge et le Suisse Holcim en LafargeHolcim (63,25 EUR) est désormais une réalité ; elle a donné naissance au plus grand cimentier du monde. Les chiffres trimestriels des deux partenaires démontrent que cette fusion n'était pas superflue. Chez les Suisses, le cash-flow opérationnel (EBITDA) a reflué de 3% et chez les Français, de 4%. La nouvelle entité allègera les investissements d'au moins 200 millions CHF, tout en économisant 100 millions CHF par les synergies, afin de pouvoir relever les marges. Bien que les investisseurs se montrent opposés au nouveau groupe à court terme, ils semblent adhérer au projet de long terme de la fusion. Le repli de cours est une raison de plus de miser, à moyen terme, sur une hausse de l'action. Au travers d'opérations sur options ciblées, vous pouvez profiter, avec un levier, d'une hausse de cours, sans courir plus de risques que sur l'achat direct de titre. Rendez-vous sur Euronext Paris, où nous préférons les séries les plus longues, qui viennent à échéance le 3^e vendredi de décembre (18 décembre 2015). Les spreads étant relativement importants, travaillez avec des limites !

Spread haussier

Achat call déc 62,22 @ 4,40 EUR

Emission call déc 66,67 @ 2,40 EUR

L'achat du call décembre au prix d'exercice de 62,22, qui est in-the-money, coûte 440 EUR pour un contrat standard de 100 actions sous-jacentes. En parallèle, vous émettez le call 66,67 ayant la même échéance. L'émission (vente) de ce contrat vous rapporte une prime de 240 EUR, ramenant donc votre mise à 200 EUR (440 - 240), qui est également votre perte maximale. Vous n'êtes donc en perte que si le cours de LafargeHolcim est inférieur, à l'échéance, à 62,22 EUR. Si le cours se hisse à au moins 66,67 EUR, vous empochez la plus-value maximale de 245 EUR, soit plus du double de votre mise. Pour cela, une hausse de l'action de 5% suffit, en plus de quatre mois.

Emission put

Emission put déc 62,22 @ 3,35 EUR

Lorsque le cours d'une action est faible et que vous pensez l'acheter à ce niveau, l'émission d'un put découvert peut vous permettre de tirer profit d'une progression du titre. Dans la plupart des cas, vous empochez même une plus-value lorsque le cours de l'ac-

tion est stable ou recule légèrement. Bref, une stratégie souvent gagnante. L'émission (= vente) du put décembre 62,22 implique que vous deviez éventuellement racheter les titres à 62,22 EUR pendant toute la durée du contrat, même si le cours est sensiblement inférieur. En échange de cet engagement, vous percevez une prime de 335 EUR. Vous n'accusez finalement de perte qu'en cas de cours inférieur à 58,87 EUR, ce qui suppose que la marge à la baisse atteint près de 7%. Si le cours de LafargeHolcim est supérieur, à l'échéance, à 62,22 EUR, la prime est à vous à la fin du contrat.

Turbo

Achat call déc 64,44 @ 3,25 EUR

Emission put déc 62,22 @ 3,35 EUR

Vous achetez le call décembre au prix d'exercice de 64,44, un contrat qui vous coûte 325 EUR. Vous obtenez cet argent en émettant simultanément le put décembre au prix d'exercice de 62,22, qui rapporte 335 EUR. Si le cours se hisse au-delà de 64,44 EUR, vous obtenez une plus-value. S'il baisse sous 62,12 EUR, vous êtes en perte, mais votre risque n'est pas supérieur à celui que vous courez en achetant directement des titres. ■

Questions des lecteurs

J'ai vu le cours de Velcan rebondir d'environ 10% la semaine dernière. Des informations spécifiques concernant cette action ont-elles été communiquées ?

Velcan est relativement avare en communiqués de presse, mais celui publié le vendredi 31 juillet comportait une excellente nouvelle. L'entreprise française spécialisée dans les centrales hydroélectriques de plus petite taille a en effet obtenu l'approbation technico-économique pour le projet Heo dans la province indienne d'Arunachal Pra-

desh. Une nouvelle étape importante est ainsi franchie. Il y a encore quelques mois, Velcan avait déjà pu signaler une autre percée importante en Inde : l'obtention du permis environnemental crucial pour les trois projets – Tato 1 (186 MW), Heo (240 MW) et Pauk (145 MW) – situés dans la province

VELCAN A FRANCHI UNE NOUVELLE ÉTAPE IMPORTANTE EN INDE

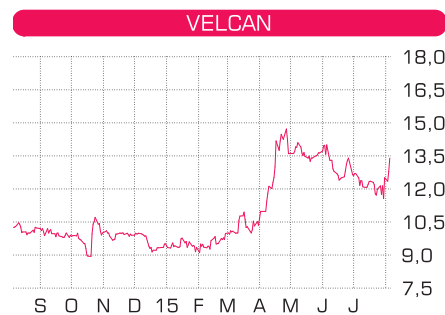
précitée d'Arunachal Pradesh. Heo est le projet le plus important et le plus avancé en Inde. Velcan a déjà exprimé l'espoir de voir l'ensemble des permis nécessaires – outre le permis techno-

économique, il y a également le permis de déboisement – délivrés dans le courant de l'année 2016 pour Tato1 et Heo. Selon les estimations, la construction du projet Heo coûtera 250 millions EUR et la centrale fournira de l'électricité à 1 million de personnes. L'évolution est tout aussi favorable en Indonésie (total des concessions : 146 MW ; surtout Meureubo, avec 2,59 MW) et au Laos (deux projets, pour un total de 93 MW). Depuis 2009, Velcan possède une centrale hydroélectrique active, celle de Rodeio Bonito au Brésil. Elle a engendré l'an dernier un chiffre d'affaires de 4,4 millions EUR. La perte nette de 4,1 millions EUR enregistrée en 2013 s'est transformée en un béné-

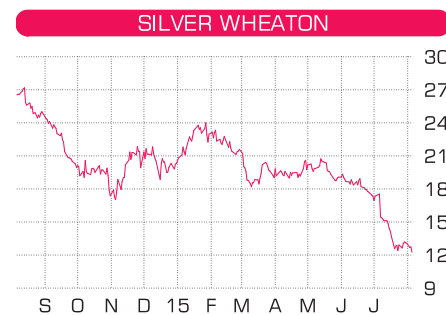
ficé net de 6,1 millions EUR l'an dernier. Ce renversement est une conséquence d'effets de change positifs (appréciation de l'USD). Les ressources financières – liquidités et autres actifs financiers, surtout des obligations – ont augmenté à 93 millions EUR en 2014, soit 11,9 EUR par action. Velcan détient également 1,8 million d'actions propres depuis des années, et si nous les prenons en compte, les ressources financières atteignaient même 15,5 EUR par action fin décembre. Les fonds propres ont progressé à 128 millions EUR ou 16,4 EUR par action (21,3 EUR sans les actions propres). Il y a quelques mois, nous avons repris dans le portefeuille modèle une action Velcan nettement sous-valorisée en raison de l'accélération brutale intervenue dans le développement des différents projets après des années de calme plat ou presque. Le communiqué de la semaine dernière en est une confirmation. Velcan reste une excellente manière de miser notamment sur l'évolution politique de l'Inde (1B).

Est-il vrai qu'un litige fiscal est à l'origine de la forte baisse du cours de Silver Wheaton ?

Le modèle opérationnel lucratif de **Silver Wheaton** consiste à racheter à des prix intéressants de l'argent et de l'or produits à titre secondaire en échange de financements. L'or et l'argent en question sont ensuite revendus au prix du marché. Silver Wheaton a conclu des contrats de streaming avec 20 mines opérationnelles actives sur plusieurs continents. Les revenus ne sont cependant pas immédiatement enregistrés au sein de l'entreprise mère au Canada. Une grande partie d'entre eux sont d'abord répartis entre différentes filiales, pour n'être consolidés dans l'entreprise factrice qu'en dernière instance. La plupart de ces filiales étrangères sont en effet soumises à un taux d'imposition plus faible que celui en vigueur au Canada. Une pratique dénoncée de longue date par l'administration fiscale canadienne, la *Canada Revenue Agency* ou CRA. Le producteur canadien d'uranium *Cameco* est également accusé de ne pas avoir déclaré correctement tous les revenus provenant du commerce de l'uranium. Dans le cas de Silver Wheaton, la CRA a proposé de relever de 715 millions de dollars canadiens



♦ **Cours:** 13,40 EUR
 ♦ **Ticker:** ALVEL Alternext Paris
 ♦ **Code ISIN:** FR0010245803



♦ **Cours:** 12,26 USD
 ♦ **Ticker:** SLW NYSE
 ♦ **Code ISIN:** CA8283361076



(CAD) le revenu imposable enregistré sur la période 2005 à 2010. L'impôt dû sur ce montant s'établirait aux environs de 150 millions CAD, auxquels pourrait s'ajouter une amende de 72 millions CAD. De plus, la CRA pourrait également revoir les revenus postérieurs à 2010. Silver Wheaton n'est pas d'accord avec l'administration fiscale et fait appel. L'entreprise n'a dès lors pas constitué de provision. Pour l'instant, le litige n'a donc aucun impact financier sur l'entreprise, mais il ne fait aucun doute que le dossier reviendra tôt ou tard sur la table. Ces questions fiscales ne sont bien entendu pas la seule cause de la récente baisse du cours de l'action. Celle-ci est en

SILVER WHEATON EST EN CONFLIT AVEC L'ADMINISTRATION FISCALE CANADIENNE

grande partie imputable à l'évolution du cours de l'argent. Le mois dernier, le prix de l'once d'argent est retombé sous la barre des 15 USD, ce pour la première fois depuis août 2009. L'argent accuse désormais une baisse de 6% par rapport au début de l'année. L'impact de la récente baisse du cours sur les résultats trimestriels qui seront publiés la semaine prochaine (11 août) restera limité. Ce litige fiscal nous contrarie. Nous abaissons (temporairement ?) la note à « **conserver/attendre** » (2B). D'autre part, nous voulons rester investis dans l'argent. Nous attendons les résultats de Silver Whea-

ton (11/8) et de **Pan-American Silver** (13/8) pour procéder à un éventuel arbitrage. ■

Agenda

Lundi 10 août

-

Mardi 11 août

Allemagne: indicateur ZEW
 Delta Lloyd: résultats (1er semestre) 1H

Mercredi 12 août

UE: production industrielle
 USA: dette souveraine
 Cisco Systems: résultats 4^e trimestre (Q4) 2014-2015
 Corbion: résultats 1H
 E. ON: résultats 1H

Judi 13 août

Allemagne, France: inflation
 USA: nouvelles demandes d'allocations de chômage, commerce de détail, prix à l'importation et l'exportation,
 Aalberts: résultats 1H
 Aegon: résultats Q2
 RWE: résultats 1H

Vendredi 14 août

UE: inflation
 France: rapport d'activité
 USA: PPI, production industrielle, confiance des consommateurs Michigan
 Brunel: résultats 1H

Mise à jour quotidienne sur
www.initiedelabourse.be

Portefeuille

	Code ISIN	Cours achat	Qté	Devise	Cours	Valeur	Pond.	Rating	*Hist.
AGRICULTURE (20,65%)									
Asian Citrus	BMG0620W2019	12,78	25.000	PNC	9,25	€ 3.290,88	2,64	1C	31B/15
Potash Corp.	CA73755L1076	33,10	180	USD	27,29	€ 4.476,62	3,60	1B	27A/15
Suedzucker Ag	DE0007297004	13,49	300	EUR	14,95	€ 4.483,50	3,60	1B	31A/15
Syngenta	CH0011037469	355,00	10	CHF	410,20	€ 3.915,09	3,15	2A	32A/15
Tessenderlo	BE0003555639	18,58	150	EUR	35,74	€ 5.361,00	4,31	2B	26A/15
Wilmar International	US9714331074	24,55	200	USD	23,00	€ 4.178,70	3,36	1B	21B/15
CONSOMMATION CLASSE MOYENNE (29,81%)									
Adidas	DE000A1EWWO	73,02	75	EUR	74,48	€ 5.649,28	4,54	1A	21A/15
Barco	BE0003790079	52,22	80	EUR	58,91	€ 4.808,80	3,86	1B	31A/15
Bollore	FR0000039299	3,80	1.000	EUR	5,11	€ 5.133,50	4,12	2B	23B/15
Cmb	BE0003817344	13,43	400	EUR	14,99	€ 5.998,00	4,82	1B	31B/15
Cosan	BMG253431073	9,33	900	USD	4,40	€ 3.591,35	2,88	1B	24A/15
DSM	NL0000009827	47,56	100	EUR	52,85	€ 5.355,12	4,30	1A	21A/15
LafargeHolcim	CH0012214059	72,23	45	EUR	64,48	€ 2.901,60	2,33	1A	32A/15
SABMiller Plc	GB0004835483	2.756,00	75	PNC	3.443,00	€ 3.674,75	2,95	2A	23A/15
ÉNERGIE (15,38%)									
Ganger Rolf	N00003172207	64,00	425	NOK	60,75	€ 2.950,92	2,37	1B	31B/15
Peabody Energy	US7045491047	2,43	3.000	USD	1,10	€ 3.007,38	2,42	1C	32A/15
PNE Wind	DE000AQJBPG2	2,25	2.250	EUR	2,29	€ 5.152,50	4,14	1B	27B/15
Uranium Participation	CA9170171057	5,20	1.250	CAD	5,04	€ 4.351,74	3,50	1B	26B/15
Velcan	FR0010245803	13,70	275	EUR	13,40	€ 3.685,00	2,96	1B	32B/15
ORSMÉTALUX (16,27%)									
ArcelorMittal	LU0323134006	10,67	400	EUR	8,69	€ 3.533,58	2,84	1B	21A/15
First Quantum Minerals	CA3359341052	20,66	400	CAD	9,49	€ 2.606,53	2,09	1B	22AB/15
Market Vectors - Gold Miners Etf	US57060U1007	21,29	275	USD	13,09	€ 3.253,92	2,61	1B	25A/15
Silver Wheaton	CA8283361076	20,62	300	USD	12,26	€ 3.349,69	2,69	2B	32B/15
Umicore	BE0003884047	32,20	75	EUR	39,67	€ 2.958,90	2,38	2B	32B/15
Vale	US91912E1055	9,45	900	USD	5,43	€ 4.545,05	3,65	1B	32B/15
VIEILLISSEMENT (16,82%)									
Ablynx	BE0003877942	13,26	250	EUR	13,50	€ 3.375,00	2,71	1C	31B/15
Bone Therapeutics	BE0974280126	22,38	100	EUR	21,82	€ 2.181,50	1,75	1C	27A/15
Fagron	BE0003874915	35,73	100	EUR	33,30	€ 3.441,00	2,76	1B	27B/15
GlaxoSmithKline	GB0009252882	1.465,00	250	PNC	1.419,00	€ 5.123,24	4,12	1A	32B/15
MdxHealth	BE0003844611	5,05	500	EUR	4,62	€ 2.310,50	1,86	1C	27A/15
Vertex Pharmaceuticals	US92532F1003	124,50	35	USD	141,22	€ 4.504,42	3,62	1B	28B/15

PORTEFEUILLE-RETURN

	Actions	%	Cash	%	Valeur totale	%
Total	123.360,95	99,63	463,53	0,37	123.824,48	+6,0

(*) 1: acheter 2: accumuler 3: conserver 4: réduire 5: vendre A: risque faible B: risque moyen C: risque élevé D: risque très élevé

Ordres d'achat: nous avons acheté 600 actions **Peabody Energy** supplémentaires à **1,12 USD** (coût : 613,6 EUR) - **Ordres de vente:** -

GSK: amélioration

Après la publication de chiffres largement décevants au terme du 1^{er} trimestre, les résultats du 2^e trimestre de **GlaxoSmithKline (GSK)** furent un soulagement, car supérieurs aux attentes, cette fois : le chiffre d'affaires entre avril et juin, à 5,89 milliards de livres (GBP), a tout juste battu le consensus des analystes de 5,87 milliards GBP. Le bénéfice par action du cœur de métier a totalisé 17,3 pence (PNC; GBp), contre 16,9 PNC attendus. Le dividende trimestriel reste, comme prévu, à 19 PNC par action, ce qui confirme le dividende annuel attendu de 80 PNC par action. Le géant pharmaceutique bri-

tannique est confronté à l'échéance du brevet sur le médicament le plus vendeur du groupe, *Seretide/Advair*. Ce médicament contre l'asthme représentait encore quelque 20% du chiffre d'affaires (CA) du groupe l'an dernier, mais subit à présent la concurrence générique en Europe, et de plus en plus aux Etats-Unis. Le Seretide (son appellation en Europe) a vu son CA reculer de 16% en Europe, et Advair (son nom aux USA) de 17%. Les ventes mondiales ont totalisé 960 millions GBP, soit 13% de moins qu'au 2^e trimestre 2014. Pour digérer cette perte de CA, GSK a signé un contrat de collaboration avec *Novartis* (63,5% GSK)

dans le *Consumer Healthcare* (avec des produits tels que *Nicorette, Sensodyne, Aquafresh, Voltaren, Otrivin...*) et GSK a racheté la quasi-totalité de la division suisse Vaccins. Un pôle de croissance a été formé par *ViiV Healthcare*, la division HIV-SIDA (59% de croissance du CA au 2^e trimestre). GSK vit une année de transition mais à partir de 2016, la croissance du bénéfice devrait être sensible (5 à 10% en moyenne par an). Qui plus est, la société pourrait faire l'objet d'une acquisition par un autre géant pharma comme *Pfizer, Johnson&Johnson, Roche* ou encore *Novartis*. Notre conseil positif est dès lors maintenu (**rating 1A**). ■

Avez-vous un iPad, scannez ce code et découvrez notre App. Avez-vous un autre type, scannez ce code et découvrez notre site.



Directeur stratégie : Danny Reweghs, **Editteur :** Jos Grobben, **Editteur responsable :** Sophie Van Iseghem, p/a Roularta Media Group NV, Meiboomlaan 33, 8800 Roeselare (sophie.van.iseghem@roularta.be), **Graphiques et mise à jour des cours :** vwd group, **Abonnements :** 078/353.303 (suivi), 078/353.306 (recrutement) Email: info@abonnements.be, Abonnement annuel: 299 euros, Classeur supplémentaire : 12 euros à verser sur le compte IBAN : BE05 4032 1017 0175 - BIC : KREDBEBB avec la mention : 'classeur Initié de la Bourse'. Tous droits réservés. Reproduction interdite. Nos informations proviennent de sources que nous estimons fiables, mais elles ne peuvent engager notre responsabilité.

